

投資者保護基金の役割

小林 和子

二〇世紀最後の金融システム維持に向けた最大の政策は金融機関におけるペイオフ実施の「二〇〇一年三月末までの凍結」であった。ほぼ五年の間に、(一)業績の悪い金融機関は整理を進め、破綻させるところは破綻させる、(二)個別の金融機関に業績悪化が見られるようになった時点で監督官庁の指導を強化し早期に是正させる措置を固める、

(三)金融機関の預金貸出等の伝統的金融業務の停滞・縮小傾向に対応して市場型金融取引への自由な進出を段階的に可能にする(金融・証券ビッグバン改革の論議と法改正、実施)ことが、同時並行

で進められた。金融機関の破綻は信用組合、第二地方銀行、証券会社、長期信用銀行、生命保険、損害保険と拡大したため、一九九九年末の段階でペイオフ実施凍結の一年延期(二〇〇二年三月末まで)が決定された。ただし、投資者保護基金は全額補償を延期していない。

証券取引法の投資者保護の仕組み

証券会社が破綻した場合、その利害関係者として株主、社債権者、従業員、取引先金融機関等が

第一類の「株式会社としての証券会社の関係者」となる。第二類の関係者が、「その証券会社に取引口座を持つ顧客」である。証券取引法の投資者保護制度には将来の投資家が含まれるが、証券会社の破綻時に対象となるのは当然ながら既存の顧客である。

証券取引法は総則で、法の精神としての投資者保護を掲げている。現行法第一章総則第一条（目的）は「この法律は、国民経済の適切な運営及び投資者の保護に資するため、有価証券の発行及び売買その他の取引を公正ならしめ、且つ、有価証券の流通を円滑ならしめることを目的とする。」である。因みに、施行されなかった一九四七年法の第一章総則第一条も、これと一字一句変わりがない。法の目的は、前段で「何のために」、後段で「何をやる」という構成であり、その「何のために」が、第一に国民経済の適切な運営、第二に

投資者の保護に資するため、である。第一と第二に上下はないが、国民経済の適切な運営が成り立たないところに投資者保護だけがあるわけはなく、投資者保護のない国民経済の運営は適切とはいえない。両者は不即不離の関係にある。

さて投資者とは何か。後段の「何をやる」は有価証券の発行・流通取引の公正化・円滑化を述べている。とすれば、国民経済の適切な運営に必要な有価証券の発行・流通取引の、片側にある有価証券の発行者と対置されるのが、有価証券の投資者である。その保護とは何か。発行者については何も言及するところのない法が、投資者については明確に述べる保護とは、有価証券を発行するといふ行為の意味を明確に自覚する発行者の積極的・営利的な性格に対して、有価証券に投資するといふ行為の意味を明確に自覚していないかもしれない投資者の立場を、法が何らかの方法で保護する

ことを意味する。これにより、発行者と投資者は市場取引において平等に相対しうる。

法による投資者保護制度の大部分は、第二章企業内容等の開示であり、基本的には強化の一途を辿ってきた。しかし情報開示の強化・迅速化は発行者にとっては負担であり、一部には簡素化、実質化も見られた。現行法は全二四條（一條削除）と、条の構成は一九四八年法の二五條とほぼ変わらないが、内容は著しく膨大になった。この他に、不正取引の禁止と、投資者保護基金が、投資者保護の法的制度を構成する。

企業情報等の開示及び不正取引の禁止が法に沿って守られていたとしても、別途、市場仲介者である証券会社が破綻して、その証券会社に口座を持つ投資者が不測の損害を被ることがありうる。顧客からの預かり有価証券や預かり現金はすべて証券会社自体の勘定とは分別して信託銀行に

保管される（法第四七條）。証券会社の経営状況は自己資本規制比率の算出と監督庁への届出により把握され、この比率が一二〇%前後になれば嚴重なチェック体制が敷かれる（法第五二條）。こうなっているにもかかわらず、顧客との関係で正式な手続きを経ずに証券会社従業員が有価証券や現金を預かったり、正式な手続きを経たとしても信託銀行に保管しないうちに証券会社が破綻してしまうこともある。また、時間をかけて経営悪化が進む過程で証券会社経営者あるいは従業員が顧客資産に手をつけてしまうこともありうる。こうした不正行為を完全には防止できないので、何らかの対応が必要になる。さらに証券会社破綻時の預かり資産返還を円滑に行い、合わせて証券取引に対する信頼性を保持するために、証券会社全体として基金を持つことが必要とされた。

寄託証券補償基金

— 証券業者の自主的基金

証券業者が個人経営中心であり、零細資金の一般大衆が市場に出入りしなかった時代には、「投資の自己責任」は、「失敗した投機を投資として長期保有する」あるいは極端な場合「ピストル自殺する」ことで済んだ。戦後も、日本の場合にはこうした雰囲気が続いた。しかし、財閥解体と証券民主化の結果、零細大衆投資家が増大し、第一次高度経済成長下の株式市場の拡大がさらに直接間接の株式投資者を増大させた。証券不況、証券恐慌の過程で、相当数の証券会社の破綻、登録取消し等が見られたとき、これらの大衆投資家層が損害を被ることになった。

その後、第一次高度成長期の株価のピーク(一

九六一年七月)は六八年に越えられ、第二次高度成長期のピーク(七三年)まで好況が継続した。

この復活の過程で、証券会社は免許制転換により数が削減され、厳しい行政監督の下で安定経営を要求された。証券会社の安定経営と顧客保護のために、利益準備金、売買損失準備金、及び証券取引責任準備金が制度化された。現行法では第三章証券会社等第三節経理で証券取引責任準備金のみ積立の義務がある(法第五一条)。六五年当時は対象は現物取引・国内取引所取引のみであったが、現在では先物・オプション、外国市場・店頭取引を含み、これらの事故による損失の補填に当てられる場合以外はこの準備金を使用することはできない。証券会社の日常の経営では自己資本規制比率(法第五二条)が最も重視されることになった。

準備金制度が確立された後、証券会社の自発的

投資者保護基金の役割

な行動として寄託証券補償基金が設けられた。証券不況の最中にすでに「日本保護預り証券基金規約」構想があったが環境悪化で中断、証券業者の免許申請が終了した一九六七年秋に「大蔵省の検討再開の要請に基づいて、日本証券業協会連合会の事務局が中心になってまとめた」ものが「証券保障基金設置要綱」であった。両者は同じく(一九六五年当時の証券保有組合と同様の)民法上の組合であるが、前者は顧客の損失を直接補償する方法、後者は破綻会社に貸付等を行う方式で、六八年六月に前者の線に沿った寄託証券補償基金設置要綱がまとめられた。基金には免許証券会社二七七社のうち顧客に直接接しない証券会社(才取会員およびつなぎ会員、ならびに日本共同証券)二三社を除く全二五四社が参加して、同年八月一日に民法上の組合として設立された。「寄託証券補償基金規約」によれば、基金の目的は「組合員

が経営破綻により寄託者から寄託を受けている有価証券の返還が不能となり、その寄託者に損失を及ぼしたときに、協同互助の精神に基づきその損失の全部または一部を補償し、投資者の保護と証券界の信用の維持向上に資する(第五一条)」、業務は「寄託者から寄託を受けている有価証券のうち返還が不能となったものにかかる寄託者の権利の譲受およびこれに付随する業務(第六条)」、出資金は総額一〇億円(第四条)、発足時一億六五〇〇万円(第七条)、設立後の出資金拠出は総額の範囲内で理事会が決定する(第一三条)。初代理事長は瀬川日証連理事長であった。単純な寄託契約に基づく寄託証券とはいわゆる保護預かり証券(契約の有無は問わない)で、補償の限度総額は出資金の運用収益の範囲内で年度ごとに理事会が決定する(当初は五〇〇〇万円)。事務は証券業協会に委託され(第六一条)、総会における解散

決議の他、基金と同一目的の他の機関が設立されたときに解散する（第五八条）。

基金は財団法人資本市場振興財団からの拠出を契機に六九年八月に財団法人化し、基本財産は七四年に二〇億円、運用財産は九五年に三〇〇億円まで増大したが、九七年までは一度も補償業務を行わなかった。理由の大半は厳しい免許制証券行政の成果で証券業者の破綻がほとんどなかったことにある。免許制最後の数年間を除いて、破綻した証券会社は僅か二社、うち一社はつなぎ証券（京都証券、一九七八年四月解散）で基金に加入していなかった。もう一社は一九八〇年六月免許取消となった高木貞証券（京都証券取引所正会員）で、基金に加入はしていたが、日本証券業協会からの特別融資と京都証券取引所からの融資が行われた。補償基金が発動されなかった理由は「証券会社経営への直接融資は行わない」ため

あったが、事情はいま一つ分らない。破綻した証券会社二社への補償限度額は八三年に一〇倍の五億円、八七年に一〇億円、九〇年に二〇億円に引き上げられた。七四年以後は基本財産の増額は行わず、保護預り有価証券の残高増大に対応させて証券会社の積立金を増額して九七年三月末時点では財産プラス剰余金の合計が三五一億円となった。しかし、九七年半ばから証券会社の破綻が続

出、以下のように補償業務を行い、基金の財産はほとんど底をつく状態になった。現実には大きな証券会社が破綻してみるととも二〇億円では賄いきれず、他方で預金保険制度が時限的に「二〇〇一年三月末までのペイオフ実施凍結」をしていたため、寄託証券補償基金も「顧客資産全額保護」を標榜せざるをえなかった。この過程で金融・証券ビッグバン議論が急進展し、基金は新たに法定される投資者保護基金に転換することになった。

一九七五・三

小川証券（証券業廃止、会社解散を決議、六月に免許制下初の自主

廃業申請、八月に認可）に二〇億

円限度補償実行決議

一〇九 越後証券（証券業廃止、会社解散

を決議）に同上決議

一一三 三洋証券（上場証券会社初の会社

更生法適用申請）に、寄託行為を

変更して補償限度額撤廃特例措置

決定、顧客の預り資産の返還に対

応と発表、大蔵大臣の要請を受け

てメインバンクは基金に二二五億

円融資、野村証券は一〇〇億円追

加拠出

一二三 丸莊証券（自己破産申請）に、補

償限度額撤廃特例措置決定（顧客

資産全額保護）

一九八八・三〇

中村証券（八・一九自己破産申

請）に、顧客預り資産返還に対応

を決定

一二四 山吉証券（二〇・二二破産）に、

顧客預り資産返還に対応を決定

一二〇 共済証券（自主廃業決定）に基金

発動決定

補償額は限度額撤廃特例が三洋と丸莊（いずれ

も一〇〇億円を超えた）、その他は二〇億円限度

内、中村と共済は数千万円程度であった。破綻会

社から回収されたものも若干あり、基金の実質負

担額は約五〇〇億円であった。なお九七年一月

二二日に「自主廃業を含めた最終結論の検討を開

始」した山一証券には二五日に日銀特融が実施さ

れ、基金は発動されなかった。

投資者保護基金

—証券取引法上の強制的基金

現行法（一九九八年改正法）により、投資者に對する補償業務を行う組織は初めて法的な存在となつた。内容的には六〇条にもわたるべきものが、新しく第四章証券業協会の二として挿入されたため、第七九条の二〇から八〇という扱いである。

総則：「一般顧客」とは当該証券会社と証券業又は証券業に付随する業務に係る取引をする者で、適格機関投資家及び国、地方公共団体その他の政令で定める者を除く。「顧客資産」とは、一、証券会社が一般顧客から預託を受けた金銭及び有価証券、二、証券業に係る取引（有価証券店頭デリバティブ等を除く）に関し、一般顧客の計

算に属する金銭又は証券会社が一般顧客から預託を受けた金銭、三、同有価証券（保護預り有価証券を含む）、四、その他政令で定めるもの（第七九条の二〇）である。基金の目的：第七九条の五六の規定による一般顧客に対する支払その他の業務を行うことにより投資者の保護を図り、証券取引に對する信頼性を維持すること（同二二）。基金は法人格を持ち（同二二）、名称のうちに投資者保護基金という文字を用いなければならない（同二三）。

基金の会員の資格は証券会社に限られ（同二六）、また証券会社はいずれか一の基金に加入しなければならない（外国証券業者を含む、同二七）。基金の設立には二〇以上の証券会社が発起人にならなければならない（同二九）、大蔵大臣の設立認可及び金融再生委員会への通知を要する（同三一）。業務の適正な運営を図るため、運営審

議会を置き後述の認定等について諮る（同四五）。基金の業務は、一、認定証券会社の一般顧客に對する支払（補償対象債権）、二、通知証券会社への資金の貸付（返還資金融資）、三、一般顧客のために必要な裁判上又は裁判外の行為、四、会員証券会社の委託による顧客資産の迅速な返還に資するための業務、五、負担金の徴収及び管理、六、金融機関等の更生手続の特例等に関する法律による業務他（同四九）であり、大蔵大臣の認可を受けて証券業協会又は証券会社に業務の一部の委託が可。会員は、一、登録取り消し、二、破産・和議開始・更生手続開始・整理開始又は特別清算開始の申立てを行った、三、証券業の廃止若しくは解散、及びその公告、四、業務の全部又は一部の停止命令を基金へ通知する義務があり、基金はこれを金融再生委員会へ通知する義務がある（同五三）。通知を受けた証券会社につい

て、顧客資産の返還に係る債務の円滑な履行が困難であるかどうかの認定を遅滞なく行わなければならない（同五四）。基金は一般顧客のために当該債権の保全実現のために必要な一切を、公平かつ誠実に、善良な管理者の注意をもって、行う（同六〇）。

基金は「投資者保護資金」として業務に要する費用に充てるための資金を設け（同六三）、証券会社が負担金を納付する（同六四）。必要があれば、政令で定めた金額の範囲内で、大蔵大臣の認可を受けて、金融機関等又は日本銀行から資金の借入れ（借換含む）をできる（同七一、付則第六条）。業務上の余裕金等の運用は大蔵大臣の指定する国債その他の有価証券保有・金融機関への預金等に限られる（同七三）。大蔵大臣は公益又は投資者保護のため必要かつ適当であると認めるときは必要な命令をでき（同七五）、設立の認可の

取消をできる(同七六)。解散事由は、一、総会の議決、二、設立の認可の取消しで、大蔵大臣の認可で解散する。

基金の目的には「投資者の保護を図り」「もって証券取引に対する信頼性を維持する」の文言が入っている。法第一条の目的には明示されていない文言である。明示された「国民経済の適切な運営」「投資者の保護」「取引の公正かつ円滑」を除いて、これらに類するような「——のために」という文言は、「公益」(第二条定義一一他)と「証券業の信頼を失墜させる」(第四二条禁止行為他)であろう。法第一条目的以外では、大方は「公益又は投資者保護を確保するため」の文言が使われる。証券会社に関する法第四二条の「証券業の信頼を失墜させる」と、投資者保護基金に関する「証券取引に対する信頼性を維持する」は、ともに証券業への信頼性が法の目的を現実を支え

る大きな要因であることを示している。

基金の主たる業務である破綻証券会社の顧客資産の支払は、支払限度が——預金保険による支払と同じく——顧客当たり一〇〇〇万円である(証券取引法施行令第一八条の九基金による支払の最高限度額)。ただし、二〇〇一年の三月末までは全額補償の特例が定められている(証券取引法付則四条)。

すべての証券会社がどれかの基金に加入しなければならぬとすれば、一つの基金に集中するほうが投資者保護資金の額は大きくなり、リスク対応力が強固になる。にもかかわらず、九七年、九八年と免許制末期に生じた証券会社の破綻例が衝撃的であったため、「無制限のリスク」負担を恐れた外資系証券会社は日系証券会社と同じ基金に加入することを嫌った。設立・免許から日の浅い大方の外資系証券会社は寄託証券補償基金に加

入していなかったため、義理にも金にも縛られず別々の基金の設立を選ぶことができた。

一九九八年法改正が施行される直前、一月二七日に、日本投資者保護基金と証券投資者保護基金の二つが設立を認可され、二月一日に発足した。第一は寄託証券補償基金の補償業務及び一切の資産・負債を継承した「日本投資者保護基金」で、会員数は設立時二三五社(国内系二二四、外資系一一)、二〇〇〇年二月二八日現在二四二社、当初の理事長会社は新日本証券(現在は日本証券業協会)、基金の規模は設立時三〇〇億円、二〇〇一年三月末五〇〇億円の予定である。第二は外資系中心の「証券投資者保護基金」で、会員数は設立時四六社(国内系は光世証券一社、外資系四五)、二〇〇一年一月二二日現在五七社、当初の理事長会社はリーマン・ブラザーズ証券、基金の規模は設立時一〇〇億円(現金三〇億円、銀

行保証等七〇億円)、二〇〇一年四月以降同額

(現金五〇億円、銀行保証等五〇億円)予定である。後者は二〇〇一年三月をメドに解散し、前者に参加を検討と定款に明記しているが、まだ明確に統合を打ち出していない。

これまでのところ、日本投資者保護基金が(三洋証券、共済証券等の顧客へ補償を引き継ぎ終了後)二〇〇〇年三月一六日に南証券(金融監督庁から破産申し立て)に、顧客資産の返還に係る債務の円滑な履行が困難であると認定、三月二二日に認定の公告をしたのが唯一の補償決定例である。証券投資者保護基金は二〇〇〇年一月一日にクレスベール証券(九九一年二月二二日東京支店の自己破産申し立て)に基金を発動せずと発表した。

投資者保護基金と 預金保険機構の違い

預金保険機構とは異なり、投資者保護基金は全額補償の特例を延期していない。預金保険機構も二〇〇二年四月以降は形式的には同じペイオフ状況になる。しかし、基本にある証券業務と銀行業務の違いから、両者の機能と社会的役割には明確な違いがある。

証券業務において投資者との関係は、一回の売買取引が終了すれば終了する。しかし多くの投資者は継続して複数の証券に投資・売買し、証券会社に取引口座を持ち、保有証券を保護預けにし、売却代金はMRF、MMF、中国ファンド等の短期流動性商品の形態にしておく。こうした顧客資産は分別管理され、信託口座に預託されることになっ

ているから、証券会社がこれを守る限りは、安全である。仮に全顧客が資産を引出したとしてもすべて戻るはずである。証券会社経営に関しては自己資本規制比率の監視で、比率が一四〇%になれば毎日計算し、生命線である一二〇%に落ちない

ように監督庁に嚴重に監視、指導される。すなわちリスクに見合う自己資本等の積み増しを行う(増資、劣後負債借入れ等)か、リスクそのものを減らす(一部営業の圧縮)ことを強制される。

銀行業務では預金その他の負債の大半は企業等への貸付あるいは有価証券投資等の形態になっており、預金引出しに依じうる手元現金はきわめて少ない。預金残高をベースにした貸し越し等の信用創造が日常的に膨大な量で行われており、ひとたび預金取付けが生じると、払戻しに依じきれず、日常的な貸付・決済業務の全般に支障を来す。銀行の日常業務の資金過不足は他銀行から融

通を受けているから、取引先銀行にも不安が及ぶ。狭くともその地域の金融全般に、広がれば全国的な信用不安を醸成する可能性がある。そうなれば火元の銀行は破綻し、関連する企業や銀行は健全・不健全を問わず連鎖倒産する。一九二七年金融恐慌に遡るまでもなく、最近の金融不安状況はこの連鎖過程の恐ろしさを如実に示した。金融不安の早期防止に努めた上で、それでも破綻した場合にはできるだけ早く金融秩序を取り戻す方策が預金保険機構である。個別経営の「完全破綻↓廃業・解散」ではなく「資産負債を継承した再生」方式が有力なのは、それが最も現実的だからである。

これに対して、証券業務から生ずる破綻時の支払いは、半ばは流動性の確保にあるが、半ばはいわば経営のモラル崩壊を前提としたものである。証券市場関係者は日々、価格変動の激しい市場を

目前にしている。経営が破綻に傾いたときには、

この市場を利用して、顧客の資産を「一時借用して」、利益を上げて「すぐに返済」しようという考えを排除することができない。証券会社役員や従業員が個人的に顧客の資産に手をつけることも完全には排除できない。他方、証券会社の破綻は銀行のような広範囲の連鎖倒産を呼ぶ可能性は比較的少ない。もちろん大証券会社であれば短期金融市場との関連が大きく、上場もしているので、三洋証券や山一証券のように「市場を通じて」「市場自体に」影響することはありうる。また、子会社や関連会社の破綻を呼び、その証券会社を幹事とする公開・上場予定会社に影響することはありうる。しかし、これらは市場秩序を崩壊させるほどには至らない。子会社・関連会社の破綻はどのような分野でもありうるし、公開・上場予定会社には他の証券会社が早速に引受の申し出をす

るであろう。

投資者保護基金の役割は結局どこに求められるか。第一に、投資者保護制度の、形式的な最終的抛り所を形成するが、制度本来の目的としては基金の発動は望ましくない。その一手前で止めることが望ましい。第二に、「本来望ましくない」ことを明確に打ち出して証券会社経営のモラルを自覚させ、市場仲介を業務とする株式会社経営の自己責任を強制する。第三に、しかし現実にはそのモラルが守られなかったときの投資者保護の保証装置となる。すなわち証券会社経営のモラルの破綻が生じたときに例外的に発動されるものであって、本来は発動されるべきではない性格のものである。投資者保護基金の発動が証券市場に対する信頼を維持するのではなくて、長きにわたって「発動されない」ことが信頼を維持するのである。

(こ)ばやし かずこ・当研究所主任研究員